

【事件】

电力生产：10月19日，国家统计局发布9月份能源生产情况。9月份，规上工业发电量8294亿千瓦时，同比下降1.2%，降幅较8月扩大0.4个百分点；日均发电276.5亿千瓦时。分品种看，火电发电量5129亿千瓦时，同比下降1.4%，降幅较8月收窄2.9个百分点；水电1305亿千瓦时，同比下降18.1%，由增转降；核电439亿千瓦时，同比增长21.5%，增速较8月加快12.1个百分点；风电776亿千瓦时，同比增长10.6%，增速加快2.7个百分点；太阳能发电644亿千瓦时，同比增长19.5%，增速加快9.2个百分点。1-9月累计，规上工业发电量74916亿千瓦时，同比增长2.2%，其中火电、水电、核电、风电、太阳能发电分别同比增长0.7%、3.7%、3.7%、1.9%、12.9%；前三季度水电、核电、风电、太阳能等清洁能源发电占比达36.8%，同比提高0.9个百分点。

电力现货新规：10月19日，国家发改委发布《电力现货市场基本规则（公开征求意见稿）》，系对2023年试行版规则的修订，公开征求意见至11月18日，规则拟自2027年1月1日起施行。要点包括：市场成员全面扩容，市场成员包括经营主体、电网企业和市场运营机构，经营主体涵盖发电企业、售电公司、电力用户（含电网企业代理购电用户）和新型经营主体（含新型储能、虚拟电厂、负荷聚合商、智能微电网、绿电直连项目等），推动新型经营主体全面参与现货市场竞争，支持新能源与场站内配套储能作为联合报价主体参与申报、出清、调用、结算和考核；原则上采用节点边际电价出清机制，现货市场按自然日连续运行，采用“日清月结”结算模式且市场结算不得设置不平衡资金池；逐步推动调频、备用、爬坡等辅助服务市场与现货市场联合出清，并建立发电机组运行成本补偿机制，对机组保障系统安全运行所需且未能通过现货电能量价格补偿的启动、空载、边际等成本进行合理补偿。

【点评观点】

➤ **电量结构分化：需求增速放缓，清洁能源放量与火电兜底**

需求端：9月发电量同比下降1.2%，为连续第三个月负增长且降幅逐月扩大，我们认为用电需求增长动能阶段性放缓。结构上，高耗能行业表现分化，国家统计局发布的《2026年9月份规模以上工业生产主要数据》

研究部

姓名：杨义琼

SFC: AXU943

电话：0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

显示，9月有色金属、非金属矿物制品增加值分别同比下降5.1%、2.4%，而高端制造延续较快增长，用电增长动能正从传统高耗能行业向新质生产力切换。

供给端：水电出力回落是9月供给端最大拖累，发电量同比由增转降至-18.1%，增速环比回落20.9个百分点；核电、风电、太阳能发电增速同环比均明显加快，清洁能源延续放量；火电在水电回落背景下降幅收窄2.9个百分点，兜底保供与系统调节作用再度凸显。我们认为，电量结构分化印证“清洁能源增量替代+火电存量调节”的供给格局正在固化。

➤ 现货新规：从“试行”走向“基本规则”，电力资产定价逻辑重构

本次修订是2023年试行版实施以来的首次系统性升级，拟于2027年起施行，标志电力现货市场从地方试点探索走向全国统一基础制度定型。我们认为三方面影响值得关注：一是新型经营主体全面入市、新能源配储联合报价获得全国性规则依据，新能源消纳与收益稳定性有望改善，相较政策驱动的独立储能，市场驱动、增量伴生的配储需求持续性更好；二是节点边际电价、现货连续运行与辅助服务联合出清，将真实反映电能量的时空价值，储能、虚拟电厂、火电灵活性等调节性资源获得独立定价通道；三是机组运行成本补偿机制叠加“不得设置不平衡资金池”的规范结算安排，火电等兜底电源的容量与调节价值兑现路径进一步打通。

➤ 投资建议

电力市场化改革纵深推进，电能量价格信号强化与成本补偿机制完善并行，我们认为电力资产正从单一“电量定价”转向“电量+调节+容量”多维定价，板块盈利确定性与估值中枢有望系统性抬升。重点推荐受益现货价格发现与成本补偿机制的火电龙头华能国际（0902.HK）、华润电力（0836.HK）；受益配储联合报价与绿电直连纳入经营主体的绿电运营商龙源电力（0916.HK）、大唐新能源（1798.HK）和中国电力（2380.HK）；以及电量高增、基荷价值稳固的中广核电力（1816.HK）。

风险提示：电力需求不及预期；现货市场建设推进节奏不及预期；煤价大幅波动风险。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>